

ASYMMETRIC INFORMATION COST DAN HOLDING PERIODS SAHAM BIASA DI BURSA EFEK INDONESIA

**Sulistyo
Vinus Maulina**

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *bid – ask spread*, *market value*, *variance return*, *divident payout* dan *ownership strucutre* secara parsial dan simultan serta variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *go public* dan tercatat dalam index LQ45 periode 2006–2007 sebanyak 64 perusahaan. Pemilihan sampel dalam penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria saham perusahaan yang sekurang-kurangnya dua kali tercatat dalam index LQ 45 periode 2006-2007. Hasil penelitian ini adalah bahwa secara bersama-sama variabel *spread*, *market value*, *varian return* dan *dividend pay out ratio* tidak berpengaruh terhadap *holding period* atau lamanya kepemilikan saham biasa pada perusahaan *go public* yang tercatat dalam indeks LQ45. Sedangkan secara parsial ada dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa yaitu *variance return* dan *spread*. *Variance return* mempunyai hubungan negative signifikan terhadap *holding period*, sedangkan *spread* mempunyai hubungan positif signifikan terhadap *holding period* pada α 10%. Diantara variabel *spread*, *maket value*, *variance return* dan *dividend pay out ratio* yang merupakan variabel paling berpengaruh adalah *variance return* yang merupakan cerminan dari tingkat resiko akibat fluktuasi harga saham

Latar Belakang

Peranan pasar modal di Indonesia semakin dirasakan peran pentingnya dalam memobilisasi dana untuk menunjang pembangunan nasional. Berbagai langkah dilakukan dalam rangka mensosialisasikan pasar modal ke masyarakat berserta instrumen-instrumennya guna menggali potensi yang belum tergarap maksimal. Akses dana dari pasar modal telah mengundang banyak perusahaan untuk menyerap dana dari masyarakat guna meningkatkan produktivitas kerja melalui ekspansi usaha dan/atau mengadakan pembenahan struktur modal untuk meningkatkan daya saing perusahaan.

Pasar modal di Indonesia, walaupun instrumen-instrumennya yang memungkinkan memobilisasi dana masih relatif terbatas jika dibanding di negara-negara maju sehingga pasar modal mampu menjadi penggerak ekonomi, tetapi dalam usianya yang relatif muda telah menjadi wahana penting di luar perbankan

Sulistyo, adalah Fakultas Ekonomi Universitas Kanjuruhan Malang

Vinus Maulina adalah Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Kanjuruhan Malang

apalagi setelah sektor perbankan tidak lagi menjalankan fungsi intermediasi dengan normal.

Perkembangan pasar modal yang semakin baik memiliki peran penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi karena pasar modal mempunyai 2 fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Husnan, 1995). Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (pemodal) ke pihak yang memerlukan dana. Sementara dalam melaksanakan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh pihak-pihak yang memerlukan dana, dan pihak yang mempunyai kelebihan dana menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Dalam proses pelaksanaannya (pemindahan dana), pasar modal Indonesia menggunakan *order driven market system* dan *continous ouction system*. *Order driven market system* berarti bahwa penjual dan pembeli sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui seorang *broker*. Investor tidak dapat secara langsung melakukan transaksi di lantai bursa dan hanya seorang *broker* yang dapat melakukan transaksi jual-beli di lantai bursa berdasarkan perintah atau instruksi dari investor.

Pada sistem otomatisasi yang telah diterapkan di Bursa Efek Indonesia yaitu dengan *Jakarta Automated Trading System (JATS)*, seorang *broker* memasukkan order dari investor ke *work station* di lantai bursa untuk kemudian diproses oleh komputer. JATS yang akan mempertemukan harga transaksi yang cocok dengan mempertimbangkan urutan dan waktu dari order tersebut. Di sisi lain seorang *broker* akan mendapatkan imbalan berupa *fee* atas jasa-jasa yang telah diberikan kepada investor sebesar kesepakatan yang telah ditetapkan sebelumnya dengan pemodal.

Sedangkan *continous auction system* atau yang biasa disebut dengan sistem lelang kontinyu adalah bahwa harga transaksi yang terjadi atas suatu saham tertentu ditentukan oleh tingkat penawaran (*supply*) dan tingkat permintaan (*demand*) dari para investor. Bagi calon investor mengajukan instruksi beli kepada *broker* untuk melakukan pembelian atas saham tertentu dengan harga, jumlah, jenis order dan jenis saham yang ditentukan oleh investor. Demikian juga untuk order beli, cara yang sama akan diterapkan oleh investor.

Pada mekanisme sistem transaksi ini dapat terjadi apa yang dinamakan dengan *bid price*, yaitu harga tertinggi yang diminta oleh pembeli untuk membeli dan *ask price*, yaitu harga terendah yang ditawarkan penjual untuk menjual. Besarnya selisih antara *bid price* dan *ask price* yang selanjutnya disebut dengan *bid-ask spread* tersebut dipengaruhi oleh berbagai pertimbangan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor dalam rangka mendapatkan *gain* atau *net return* yang optimal dan mengurangi tingkat resiko serendah-rendahnya. Bagi seorang investor pemegang saham biasa, besarnya *spread* atau selisih antara *bid price* dan *ask price* akan sangat mempengaruhi lamanya seorang investor dalam menahan atau memegang aset yang dimilikinya.

Perbedaan harga saham jual (*ask price*) dan harga beli (*bid price*) mempengaruhi tingkat likuiditas saham tersebut. Semakin kecil perbedaan (*spread*) harga saham, maka semakin likuid saham tersebut, sehingga akan diminati oleh pasar, dan pada akhirnya dapat meningkatkan harga saham pada periode

selanjutnya. Teori tentang *bid ask spread* mengemukakan bahwa pelaku pasar mempersiapkan *spread* untuk menutup tiga tipe biaya: biaya pemrosesan pesanan (*order processing cost*), biaya pengendalian persediaan (*inventory control cost*), dan biaya yang timbul akibat menghindari kerugian (*adverse selection cost*). Biaya pemrosesan pesanan meliputi biaya-biaya dalam mempertahankan keberadaan dealer secara terus menerus di pasar dan biaya administrasi dari perubahan nama. Biaya pengendalian persediaan terdiri dari biaya *opportunity* dan resiko harga jual-beli, pencatatan transaksi-transaksi, dan aktivitas-aktivitas pembukuan lainnya. Biaya untuk menghindari kerugian memberikan kompensasi kepada dealer untuk resiko perdagangan dengan individu-individu yang memiliki informasi lebih baik tentang harga keseimbangan sekuritas. Dengan kata lain biaya ini muncul karena informasi didistribusikan secara asimetri kepada para pelaku pasar.

Menyah dan Paudyal (2000) dalam penelitiannya tentang komponen *bid-ask spread* menyimpulkan bahwa *asymmetric information cost* merupakan biaya yang mendominasi dari *spread*, yaitu 30% merupakan *order processing cost*, 23% adalah *inventory cost* dan 47% adalah *asymmetric information cost*. Hal ini juga konsisten dengan temuan Hansch et al. (1999) terhadap 102 saham FTSE, secara umum *asymmetric information cost* merupakan faktor yang paling dominan terhadap *spread*.

Studi yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1997) yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi saham biasa oleh investor khususnya terhadap lamanya kepemilikan suatu saham. Penelitian ini berlandaskan teori yang disimpulkan oleh Amihud dan Mendelson (1986) bahwa aset dengan *transaction cost* yang lebih tinggi akan ditahan/dimiliki lebih lama oleh investor dan sebaliknya aset dengan *transaction cost* lebih rendah akan ditahan/dimiliki oleh investor dalam waktu yang relatif pendek. Hasil studi Atkins dan Dyl (1997) yang dilakukan di New York Stock Exchange (NYSE) dan Nasdaq periode 1975 hingga 1991 dengan jumlah sampel 32.000 perusahaan menemukan bahwa lamanya investor (*holding period*) memegang saham biasa dipengaruhi oleh *bid-ask spread*, *market value* dan *variance return*. Selain itu pula hubungan antara kedua variabel tersebut lebih kuat di Nasdaq yang *spreadnya* lebih besar dibandingkan di NYSE yang *spreadnya* lebih kecil.

Penelitian yang dilakukan Lenny dan Indriantoro (1999) menyimpulkan bahwa lamanya kepemilikan suatu saham biasa di Bursa Efek Jakarta periode 1995 sampai 1996 dipengaruhi faktor-faktor *bid-ask spread*, *market value* dan *variance return* serta menemukan bahwa *market value* merupakan faktor yang paling berpengaruh terhadap lamanya kepemilikan suatu saham, yang berarti semakin besar nilai perusahaan, investor-investor di BEJ akan semakin lama dalam menahan kepemilikan sahamnya. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Atkins dan Dyl (1997) yang menghasilkan kesimpulan *bid ask spread* yang merupakan fungsi dari *transaction cost* dan *return* yang menunjukkan volatilitas (fluktuasi harga) saham akan mempengaruhi keputusan investor untuk menahan sahamnya. Hal ini konsisten dengan penelitian Maulina (2003) di Bursa Efek Jakarta bahwa *market value* merupakan faktor dominan yang menentukan seberapa lama investor memegang sahamnya.

Variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap *holding period* investor terhadap saham biasa adalah kebijakan dividen (*dividend policy*) perusahaan,

dalam hal ini *dividend pay out ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Howe dan Lin (1992), Chiang dan Venkatesk (1988), Helman (1998), Akhigbe dan Madura (1996), Mitra dan Rasyid (1997) membuktikan adanya hubungan negatif signifikan antara kebijakan dividen dengan *bid-ask spread* yang berarti saham-saham perusahaan yang membagikan dividen akan lebih liquid dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Jika hal ini dikaitkan dengan penelitian yang dilakukan Suharsono (1999) bahwa keputusan pembelian saham di kalangan investor lokal dipengaruhi oleh faktor motif pembelian saham, dan di antara motif pembelian saham yang paling banyak mewarnai adalah motif pendapatan yaitu investor mengharap penghasilan dari dividen yang memadai, sehingga dengan kebijakan dividen yang dilakukan diharapkan investor akan memegang/menahan sekuritas tersebut dalam jangka waktu pendek/panjang. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Chung dan Wei (2005) yang meneliti tentang *holding periods* untuk saham domestik dan saham asing menemukan bahwa *bid-ask spread* secara substansi ada perbedaan walaupun liquiditas mendekati persamaan antara dua saham tersebut.

Penelitian ini merujuk temuan Menyah dan Paudyal (2000), Glosten dan Harris (1988) yang mengemukakan bahwa komponen biaya asimetri informasi (*asymmetric information cost*) merupakan biaya yang mendominasi *bid-ask spread*. Penelitian ini ingin menguji kembali konsistensi penelitian sebelumnya terhadap variabel-variabel *bid – ask spread*, *market value*, *variance return*, dan *dividend pay out* serta pengaruhnya terhadap *holding periods* saham biasa di Bursa efek Indonesia.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian di atas dapat ditentukan perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *bid – ask spread* berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia
2. Apakah *market value* berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia
3. Apakah *variance return* berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia
4. Apakah *dividend pay out* berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia
5. Apakah variabel – variabel *bid – ask spread*, *market value*, *variance return*, *dividend pay out* dan *ownership structure* secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia
6. Manakah diantara variabel – variabel *bid – ask spread*, *market value*, *variance return*, *dividend pay out* dan *ownership structure* yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di Bursa Efek Indonesia

TINJAUAN PUSTAKA

Demsetz (1968) yang meneliti tentang pentingnya *bid-ask spread* terutama biaya transaksi terhadap keputusan investasi, dengan menghubungkan antara *spread* dengan *transaction cost* yang memprediksikan bahwa asset yang memiliki *spread* yang lebih besar menghasilkan *expected return* yang lebih tinggi pula dan bahwa terjadi *efek clientele* dimana investor dengan *holding period* yang lebih lama memilih asset yang memiliki *spread* besar.

Amihud dan Mendelson (1986), menguji tentang pengaruh *bid-ask spread* terhadap lamanya *holding period* investor. Hasil penelitian menunjukkan bahwa asset dengan *spread* lebih besar pada suatu portofolio akan mempunyai peluang *holding period* lebih panjang, juga sebaliknya asset dengan *bid-ask spread* lebih kecil akan dipegang/ditahan dalam waktu relatif pendek. Atkins dan Dyl (1997), dalam penelitiannya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan saham biasa terhadap 32.000 perusahaan dengan periode sample 1975 – 1991 pada NSYE dan NASDAQ. Hasil penelitian dapat ditunjukkan sebagai berikut :

- Lamanya *holding period* investor berhubungan dengan *bid-ask spread* yang merupakan fungsi dari *transaction cost* serta berhubungan antara kedua variable yakni *holding period* dan *bid-ask spread* tersebut lebih kuat di Nasdaq yang *spreadnya* lebih besar dibandingkan di NYSE yang *spreadnya* lebih kecil.
- Hubungan positif signifikan antara *market value* dengan *holding period* saham biasa, semakin besar nilai pasar saham perusahaan maka investor akan memegang saham tersebut lebih lama.
- Adanya hubungan terbalik antara *holding period* saham biasa dengan *variance return* yang menunjukkan tingkat resiko yang disebabkan fluktuasi harga saham.

Akhigbe dan Madura (1996) dalam penelitiannya *Dividend policy and Corporate Performance* dengan periode sampel 1972-1990 dengan jumlah sampel 128 perusahaan yang membagikan dividend dan 299 perusahaan yang membagikan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pembagian dividen akan menguntungkan untuk perusahaan kecil, perusahaan yang memiliki kelebihan investasi dan yang mempunyai kinerja relative jelek sebelum pembagian dividen juga pengurangan dividen yang relative besar atau tidak membagikan dividen dalam jangka panjang akan tidak menguntungkan untuk perusahaan yang relative besar.

Stoll (1989) yang menguji tentang komponen dalam *bid-ask spread* dengan periode sampel Oktober, Nopember, Desember 1984 dengan jumlah sampel untuk Oktober 765 saham, Nopember 779 saham dan Desember 821 saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa quota *spread* (S) dipisahkan ke dalam komponen berikut :

- *Advers information cost* 0,43 S
- *Inventory holding cost* 0,10 S
- *Order processing cost* 0,47 S

Sedangkan pada penelitiannya yang lain Stoll (1978) menemukan adanya hubungan terbalik antara *spread* dengan volume perdagangan. Semakin sering

saham diperdagangkan (aktif) maka *spread* saham tersebut semakin kecil. Lenny dan Nur Indriantoro (1999) yang meneliti pengaruh *transaction cost* terhadap lamanya *holding period* saham biasa, dengan periode penelitian 1995-1996 dengan sampel adalah perusahaan yang paling tinggi dalam kapitalisasi pasar dan likuiditasnya (LQ45). Penelitian ini menunjukkan bahwa *market value* merupakan variable yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa di BEJ, semakin besar nilai pasar saham suatu perusahaan maka investor akan menahan sahamnya relatif lama dibandingkan perusahaan yang mempunyai nilai kecil. Penelitian ini juga membuktikan adanya hubungan terbalik antara *variance return* yang mencerminkan tingkat resiko dengan *holding period* saham biasa.

Mitra dan Rasyid (1997) dalam penelitian *the information content of dividend initiation and firm size* dalam periode sampel Januari 1976 sampai dengan Desember 1987 dengan jumlah sampel 73 perusahaan yang mengumumkan *cash dividend*, dengan menggunakan variable-variabel kapitalisasi pasar, *dividend yield*, *return variance*, volume perdagangan dollar dan harga saham sebagai variable-variabel yang mempengaruhi *spread*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata persentase dan *bid-ask spread* dollar dari harga saham naik secara signifikan pada hari menjelang pengumuman dividen dari Wall Street Journal Index. *Variance stock return* juga naik signifikan pada hari-1 relatif dibandingkan rata-rata *stock return variance* untuk hari-90 sampai -2. Hal ini menunjukkan antisipasi para pelaku pasar terhadap ketidakpastian sebelum pengumuman dividen. Hubungan yang sebaliknya (positif) ditemukan antara kapitalisasi pasar sebagai proxy dari lingkungan informasi dan kenaikan dalam *spread* pada hari-1. Rata-rata persentase *spread* menurun secara signifikan pada hari ke 0 dari hari-1 dan terus menurun selama periode lebih dari 365 hari setelah pengumuman. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengumuman inisial dividen memberikan informasi yang berguna untuk pasar.

Chiang dan Venkatesh (1988) dalam penelitiannya *insider holding and perception of asymmetry information*, periode sampel 1 Januari 1973 sampai dengan 31 Desember 1973 dengan sampel 63 perusahaan yang berbeda. Hasil penelitian menunjukkan tingkat informasi asimetri yang lebih tinggi menyebabkan *spread* lebih besar. Investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi dari keadaan ini dalam informasi asimetri yang lebih besar menempatkan investor biasa pada posisi yang dirugikan sehingga tingkat pengembalian tercatat harus lebih tinggi. Menyah dan Paudyal (2000) mengemukakan tentang komponen biaya pada *bid-ask spread* dipengaruhi 23% adalah biaya inventori, 30% adalah biaya order (biaya transaksi), hal ini juga konsisten dengan temuan Hansch et al (1999) terhadap 102 saham FTSE bahwa biaya asimetri informasi secara umum mendominasi *spread*.

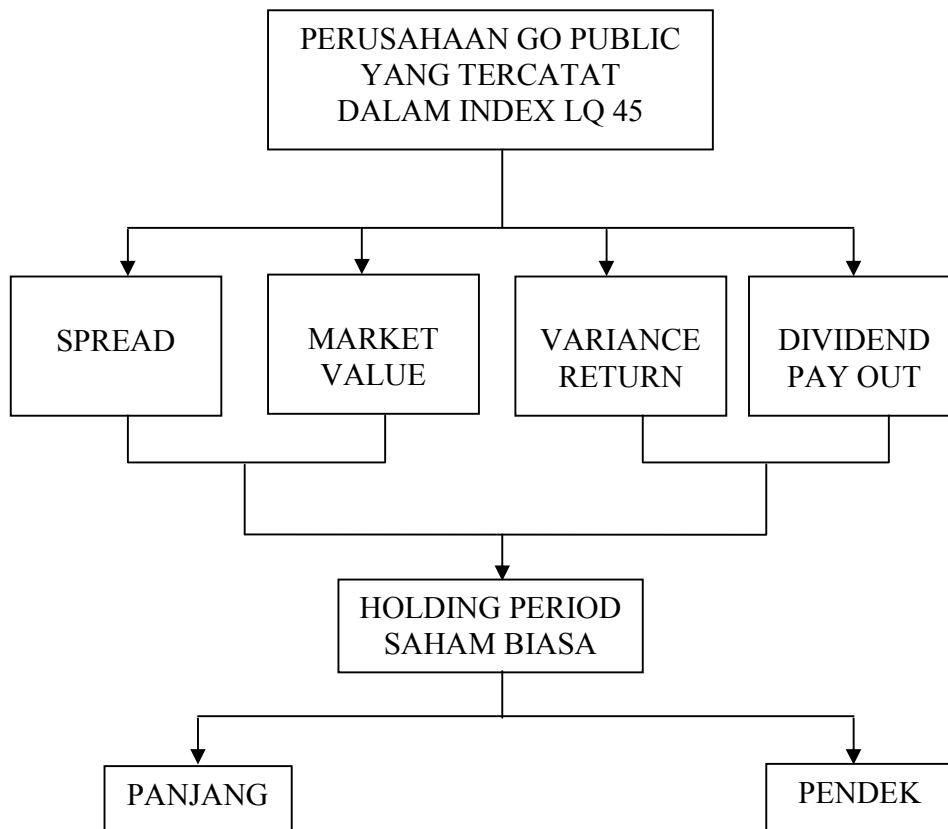
Helman (1998) tentang analisis dampak pembayaran dividen terhadap *bid-ask spread* di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan sampel 45 perusahaan yang membayarkan dividen dan 7 perusahaan yang tidak membayarkan dividen. Hasil penelitian menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan variabel nilai rata-rata relatif *spread*, volume, kepemilikan asing, besar perusahaan dan lama terdaftar antara perusahaan yang membayar dividen dan perusahaan yang tidak membayar dividen terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara *dividend yield* dan *spread*.

Suharsono (1999), yang menguji tentang pengaruh kualitas informasi pasar modal terhadap keputusan pembelian saham di kalangan investor lokal, menunjukkan bahwa motif pembelian saham merupakan faktor yang paling dominan dan pengambilan keputusan pembelian saham dimana motif pendapatan adalah yang paling banyak mewarnai, yaitu investor mengharap mendapat dividen yang memadai. Analisis tentang faktor yang mempengaruhi *holding spread* saham biasa oleh investor juga diteliti oleh Subali (2000) dengan sampel 20 saham teraktif pada tahun 2000. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variable *bid-ask spread* dan *market value* mempunyai hubungan positif signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa di Bursa Efek Jakarta.

Hasil penelitian terdahulu didapatkan bahwa keputusan investor untuk memegang/menahan suatu sekuritas dipengaruhi oleh variabel-variabel *bid-ask spread*, *market volume* dan *variance return* juga ditemukan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu faktor yang digunakan untuk menunjukkan kondisi perusahaan saat ini dan prediksi untuk masa mendatang. Banyak peneliti yang membuktikan bahwa kebijakan dividen mempunyai hubungan negative signifikan dengan *bid-ask spread*, artinya bahwa saham perusahaan yang membagikan dividen akan lebih liquid dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen sehingga investor diharapkan akan memegang/menahan saham tersebut dalam waktu yang relative lama guna mendapat *gain yang optimal*.

Kerangka konseptual yang mendasari penelitian ini, sebagaimana yang telah diuraikan di atas, dapat disajikan pada gambar 1.

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Pengembangan Hipotesis

Lamanya seorang investor menahan dananya pada saham tertentu untuk waktu tertentu merupakan hal yang menarik untuk diteliti. Ini dikarenakan para investor/pemilik saham bebas untuk memilih jenis saham selain besar serta lamanya memegang *financial asset* tersebut dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko sampai serendah-rendahnya untuk mendapatkan *gain* yang optimal.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi saham biasa oleh investor khususnya terhadap lamanya kepemilikan suatu saham yang dilakukan Atkin dan Dyl (1997) menunjukkan bahwa panjangnya *holding period* investor berhubungan positif dengan *bid-ask spread*, yang dibuktikan dengan ditemukannya hubungan yang lebih kuat antara kedua variabel tersebut di NASDAQ yang mempunyai *spread* lebih besar daripada di NYSE. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Amihud dan Mendelson (1986) yang membuktikan bahwa asset dengan *spread* lebih besar pada suatu portofolio akan mempunyai peluang *holding period* lebih panjang, juga sebaliknya asset dengan *bid-ask spread* lebih kecil akan di pegang/ ditahan dalam waktu relatif pendek.

Pada penelitian sebelumnya Demsetz (1968) menguji pentingnya *bid-ask spread* terhadap keputusan investasi, dengan menghubungkan antara *spread* dengan *transaction cost* yang memprediksikan bahwa asset yang memiliki *spread* yang lebih besar menghasilkan *expected return* yang lebih tinggi pula, dan bahwa terjadi *cliente effect* dimana investor dengan *holding period* yang lebih lama memilih asset yang memiliki *spread* besar. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *expected return* akan meningkat seiring dengan *holding period* dan konsekwensinya asset yang memiliki *spread* besar menghasilkan *net return* yang lebih besar kepada pemegangnya. Akibatnya investor mengharapkan *holding period* yang panjang dapat menahan asset yang memiliki *spread* besar.

Studi yang berhubungan dengan faktor penentu *bid-ask spread* oleh Tinic (1972), Benston dan Hagerman (1974), dan Stoll (1978), kemudian Branch dan Freed (1977), Hamilton (1976) dan Marsh dan Rock (1986) juga menulis artikel tentang besarnya *bid-ask spread* di berbagai pasar. Selanjutnya Stoll dan Whaley (1983), Keim (1989) dan Atkins dan Dyl (1990) meneliti peran *bid-ask spread* dalam penjelasan terhadap anomaly pasar modal. Dari keseluruhan penelitian di atas dapat di ambil kesimpulan sementara bahwa *bid-ask spread* mempengaruhi frekuensi perdagangan dan menyebabkan investor mengharapkan untuk menahan lebih panjang (pendek) asset yang memiliki biaya transaksi tinggi (rendah). Maka dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis alternative sebagai berikut :

H.1: Diduga bid-ask spread mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Besarnya ukuran perusahaan mempunyai hubungan negative dengan beta (β), yaitu tingkat resiko portofolio relative terhadap resiko pasar. Perusahaan besar

dianggap mempunyai resiko lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil, karena perusahaan besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal (Jogiyanto, 1998). Hal ini diperkuat dengan temuan Lenny dan Indriantoro (1999), Subali (2001) dalam penelitiannya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan pada saham biasa di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa *market value* yang menunjukkan ukuran perusahaan adalah merupakan faktor yang paling dominant dalam menentukan lamanya kepemilikan (*holding period*) saham biasa, makin besarnya *market value*, makin lama pula saham ditahan dan sebaliknya. Di Bursa Efek Jakarta kebanyakan investor masih menganggap bahwa perusahaan besar biasanya lebih stabil keuangannya serta didukung oleh analisis yang kompeten sehingga mampu menghasilkan laporan dan informasi keuangan yang memperpendek jarak antara pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi di perusahaan. Selain itu dengan berinvestasi di perusahaan yang lebih besar, biasanya beresiko lebih kecil dan sahamnya juga memiliki kestabilan yang lebih besar dalam parameter distribusi *return* investor. Hal ini memungkinkan investor membutuhkan lebih sedikit portofolio penyeimbang kembali dengan saham perusahaan besar dan rata-rata waktu kepemilikannya akan lebih panjang, sehingga dalam penelitian ini dikembangkan hipotesis alternative sebagai berikut :

H.2: Diduga market value mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Ketidakseimbangan informasi yang terjadi antara pasar di satu pihak dan manajemen di pihak lain mengakibatkan harga saham dinilai terlalu rendah (*undervalue*) berarti informasi tidak menguntungkan, dan akan dinilai terlalu tinggi (*overvalue*) berarti informasi menguntungkan. Sehingga manajemen perlu menyampaikan sinyal informasi ke pasar mengenai masa depan yang menguntungkan dengan suatu cara yang dapat dipercaya.

Pembayaran dividen merupakan alat komunikasi paling langsung dan penting kepada pasar mengenai kesehatan ekonomi (*economic health*) sebagian perusahaan. Brigham dan Gapenski (1993) mengemukakan bahwa dividen adalah contoh klasik dari manajer untuk memberikan informasi sebagai sinyal. Hal ini dibuktikan oleh peneliti Akhigbe dan Madura (1996) terhadap perusahaan yang membagikan dividen menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pembagian dividen akan lebih menguntungkan untuk perusahaan lebih kecil, perusahaan yang memiliki kelebihan investasi dan yang mempunyai kinerja relative jelek sebelum pembagian dividen serta pengurangan dividen yang relative besar atau tidak membagikan dividen dalam jangka panjang akan tidak menguntungkan untuk perusahaan yang relative besar. Chiang dan Venkatesh (1988) dalam penelitiannya juga menunjukkan tingkat informasi asimetri yang lebih tinggi menyebabkan *spread* lebih besar sehingga dari keadaan ini investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi. Banyak peneliti juga membuktikan bahwa kebijakan dividen mempunyai hubungan negative signifikan dengan *bid-ask spread* (Howe dan Lin (1992), dan Helman (1998), artinya bahwa saham perusahaan yang membagikan dividen sehingga investor diharapkan akan memegang / menahan saham tersebut

dalam waktu yang relative lama. Suharsono (1999) juga memperkuat pendapat di atas dengan penelitiannya yang menunjukkan bahwa faktor motif pembelian saham merupakan variabel yang paling berpengaruh dalam mengambil keputusan membeli saham, dimana motif pendapatan merupakan motivasi yang paling banyak mewarnai yaitu investor mengharap memperoleh pendapatan dari dividen.

Dari penelitian di atas dapat dikembangkan hipotesis alternative sebagai berikut :

H.3 : Diduga $dividen\ pay\ out\ ratio$ mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap $holding\ period$ saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Trade-off antara resiko dan *return* merupakan hal yang dipertimbangkan dalam melakukan investasi, semakin besar resiko yang ditanggung semakin besar pula *return* yang dikompensasikan. Resiko investasi di pasar modal pada prinsipnya semata-mata berkaitan dengan kemungkinan terjadinya fluktuasi harga (*Price volatility*) yang berupa resiko daya beli, resiko bisnis, resiko tingkat bunga, resiko pasar dan resiko likuiditas (Siamat, 2001).

Dalam kaitannya dengan pertimbangan investasi khususnya keputusan untuk menahan atau melepas suatu kepemilikan (*holding period*), resiko dan *return* merupakan bahan pertimbangan tambahan yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan. Hal ini dibuktikan Atkin dan Dyl (1997), Lenny dan Indriantoro (1999) dalam penelitiannya yang menunjukkan bahwa *variance return* yang menunjukkan tingkat resiko yang diakibatkan fluktuasi harga saham berhubungan terbalik dengan lamanya kepemilikan saham oleh investor. Ini berarti semakin tinggi tingkat resiko suatu saham maka investor akan memegang sekuritas tersebut dalam waktu relative pendek dan sebaliknya semakin rendah tingkat resiko suatu saham investor akan menahan sekuritas tersebut dalam waktu yang relatif panjang, sehingga pada penelitian ini dapat diajukan hipotesis alternative sebagai berikut :

H.4 : Diduga $variance\ return$ mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap $holding\ period$ saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Dari beberapa penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa lamanya investor memegang saham biasa dipengaruhi oleh beberapa variabel yaitu *spread*, yang merupakan selisih dari harga tertinggi yang bersedia dibayar oleh pembeli dengan harga terendah yang ditawarkan penjual, *market value* yang merupakan cerminan dari besarnya perusahaan, *variance return* yang merupakan ukuran tingkat resiko yang diakibatkan fluktuasi harga saham, *dividend pay out ratio* yang merupakan prosentase dari laba perusahaan yang dibagikan dalam bentuk *cash* (Atkins dan Dyl, 1997 ; Lenny dan Indriantoro, 1999; Subali, 2001 ; Amihud dan Mendelson, 1986; Demsetz, 1968; Tinic, 1972; Benston dan Hagerman, 1974; Stoll, 1978; Branch dan Feed, 1977; Hamilton, 1976; Marsh dan Rock, 1986; Stoll dan Whaley, 1983; Keim, 1989) serta struktur kepemilikan saham (Chung dan Wei, 2005) sehingga dapat diajukan hipotesa alternative sebagai berikut :

H5: Diduga bid-ask spread, market value, variance return dan dividend pay out ratio secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ45.

Penelitian tentang faktor yang mempengaruhi *holding period* saham biasa (Atkins dan Dyl, 1997; Chung dan Wei, 2005; Lenny dan Indriantoro (1999) serta Subali, 2001) mengemukakan bahwa *bid-ask spread* merupakan faktor yang paling berpengaruh dalam pengambilan keputusan untuk menjual atau membeli suatu saham. Dari penelitian di atas dapat dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H6: Bid-ask spread diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan go public yang tercatat dalam index LQ 45.

METODE PENELITIAN

Berdasarkan teknik yang digunakan penelitian ini termasuk jenis penelitian survei (*survey research*), yaitu penelitian yang tidak melakukan perubahan atau tidak ada perlakuan khusus terhadap variabel-variabel yang diteliti atau *non experimental* (Hasan, 2002). Tujuan dari Penelitian ini bersifat eksplanatory. Menurut Singarimbun dan Effendi (1987), penelitian penjelasan (*explanatory research*) adalah menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian melalui pengujian hipotesis. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *go public* dan tercatat dalam index LQ45 periode 2006–2007 sebanyak 64 perusahaan. Pemilihan sampel dalam penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria saham perusahaan yang sekurang-kurangnya dua kali tercatat dalam index LQ 45 periode 2006-2007.

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu *Holding Period* dan variabel independen terdiri dari *bid-ask spread*, *market value*, *variance return*, dan *dividen pay out ratio*.

Definisi Operasional Variabel

- ***Holding Period***

Holding Period adalah rata-rata panjangnya waktu yang digunakan investor dalam menyimpan/memegang suatu sekuritas selama periode waktu tertentu. Rata-rata *holding period* investor untuk setiap tahun dihitung dengan membagi jumlah saham beredar (*share outstanding*) dengan volume perdagangan saham i tahun ke t (Atkins dan Dyl, 1997).

$$HP_{it} = \frac{\text{Saham Beredar Tahun ke-t}}{\text{Volume Perdagangan Tahun ke-t}}$$

- ***Spread***

Spread adalah perbedaan harga tertinggi yang dibayarkan oleh seorang pembeli dengan harga terendah yang bersedia ditawarkan oleh penjual. Konsep perhitungan *spread* adalah dengan membuat rata-rata *bid-ask spread* harian untuk tiap jenis saham yang diteliti selama periode observasi. Dengan mengacu pada penelitian Atkins dan Dyl (1997) *spread* dirumuskan sebagai berikut :

$$Spread_{it} = \left[\sum_{t=1}^N \frac{ask_{it} - bid_{it}}{(ask_{it} + bid_{it})/2} \right] / N$$

- **Market Value**

Market value adalah harga saham yang terjadi di pasar pada saat tertentu yang di tentukan oleh pelaku pasar, yaitu merupakan rata-rata harga saham selama satu tahun dikalikan dengan jumlah saham beredar per akhir tahun. Mengacu penelitian Atkin dan Dyl (1997) *market value* dirumuskan sebagai berikut:

$Mrk Val_{it}$ = Rata-rata harga saham dalam satu tahun x Jumlah saham beredar per akhir tahun

- **Variance Return**

Variance return adalah tingkat resiko yang terjadi dari suatu kegiatan investasi, terutama akibat transaksi saham di pasar bursa yang disebabkan adanya volatilitas harga saham. Rata-rata *Return* saham dihitung dengan menggunakan rata-rata aritmatika dari data harian selama periode observasi. (Fabozzi, 2000). *Variance return* dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \left[\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \right]$$

$$RA = [R1 + R2 + R3 + \dots + Rm] / m$$

$$Variance = \frac{n\sum x^2 - (\sum x)^2}{n(n-1)}$$

- **Dividend Pay Out Ratio**

Adalah jumlah dividen – dividen yang telah dibayar pada tahun tersebut dibagi dengan laba per lembar saham pada akhir tahun. (Husnan, 1998).

Dividend Pay Out Ratio =

$$\frac{\text{Devidend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari Bursa Efek Indonesia dalam bentuk *internal secondary data* yaitu informasi yang sudah tersedia dalam perusahaan itu. Untuk menguji hubungan antara *bid-ask spread*, *market value*, *variance return*, dan *dividen pay out ratio* dengan *average holding*

period untuk saham biasa yang tercatat dalam index LQ45 periode 2006–2007 digunakan model regresi berganda.

Untuk mengetahui hubungan antara *bid-ask spread* dan *holding period* dilakukan pengujian dengan uji F-test dengan taraf signifikan (α) 10%. Dengan mengacu pada penelitian Atkins dan Dyl (1997) tentang faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan (*holding period*) pada saham biasa, *bid-ask spread* diestimasi dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Log HP}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Log Spread}_{it} + \beta_2 \text{Log Mrk Val}_{it} + \beta_3 \text{Log Var Ret}_{it} + \beta_4 \text{Log Dev}_{it} + \beta_5 \text{EX}_i + \epsilon_{it}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisa Pengujian Antara Holding Period dengan Bid-Ask Spread

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah antara variabel *holding period* masa lalu dan *Bid-Ask Spread* masa lalu terjadi hubungan yang terjadi secara simultan mempengaruhi *Bid-Ask Spread* masa sekarang. Pada pengujian ini periode yang diuji adalah *Bid-Ask Spread* pada tahun 2007 sedangkan *holding period* dan *Bid-Ask Spread* tahun 2006 digunakan sebagai variabel explanatory. Hasil pengujian yang dilakukan terlihat pada variabel berikut:

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien regresi	Standart Error	Sig T.
Intecep	1,213 E-02	0,006	0,063
Hold-06	-3,521 E-06	0,000	0,545
Spread-06	0,8180	0,163	0,000
R Square	0,4210		
Adjusted R Square	0,3890		
F.Test	13,075		
Signifikan F	0,0000		

Sumber: data diolah

Dari data tabel di atas maka dapat diperoleh persamaan regresi berikut :

$$\text{Spread07} = 1,213 \text{ E-02} - 3,521 \text{ E-06HP06} + 0,818 \text{ Spread06}$$

Dari tabel di atas terlihat bahwa secara simultan (yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi F sebesar 0,000 yang lebih kecil dari nilai α sebesar 0,1) terdapat hubungan yang kuat antara *holding period* dan *bid-ask spread* masa lalu dengan *Bid-ask spread* tahun sekarang sehingga kesimpulan ini dijadikan dasar untuk pengujian analisis selanjutnya yang dilakukan dengan alat analisis *two stages least square* (TSLS).

Hasil Analisis TSLS (Two Stages Least Square)

Pembuktian hipotesis yang telah dirumuskan memerlukan suatu cara tertentu sesuai dengan prosedur yang telah direncanakan. Analisis hasil penelitian merupakan langkah yang harus ditempuh dalam upaya pembuktian hipotesis tersebut. Analisis Regresi dilakukan untuk mengetahui pola hubungan antara variabel independen (*Spread*, *Market Value*, *Variance return* dan *Devidend Pay Out Ratio*) terhadap variabel dependen (*Holding Period*). Analisis regresi yang telah dilakukan dalam pengujian ini adalah regresi kuadrat terkecil dua tahap (*Two Stages Least Square Multiple Regresion*) yang bertujuan untuk menguji hipotesa yang telah diajukan. Hasil regresi dua tahap tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2 : Hasil analisis tahap pertama

Variabel	Koefisien regresi	Standart Error	Sig T.
Intecept	-0,0366	0,0780	0,6413
Spread 2006	0,7853	0,1749	0,0001*
Market Value			
Varince Return	0,0033	0,0063	0,5975
Dev.Pay Out Ratio	4,1884	3,3228	0,2161
	0,0006	0,0199	0,9761
R Square 0,4516			
Adjusted R Square 0,3871			
F.Test 7,0013			
Signifikan F 0,0030			
*signifikan level ($\alpha = 0,05$)			

Sumber: data diolah

Hasil analisis regresi tahap pertama menunjukkan bahwa *spread* tahun 2006 mempunyai pengaruh besar terhadap *spread* tahun 2007 dengan tingkat signifikansi 0,0001. Hal ini pengujian yang telah dilakukan sebelumnya terhadap *bid ask-spread* dan *holding period* yang digunakan sebagai alasan penggunaan alat uji TSLS.

Selanjutnya hasil estimasi *spread* tahun 2007 tersebut yang dicerminkan dalam variable Fit 3 digunakan sebagai variable *independent* pada regresi tahap kedua. Hasil estimates regresi tahap kedua ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 3: Hasil Analisis Regresi Tahap Kedua

Variabel	Koefisien regresi	Standart Error	Sig T.
Intercept	1,6357	1,6434	0,3266
Fit 3	8,2300	0,3253	0,0952**
Market	0,0964	0,1340	0,4765
Value	-	79,5939	0,0711**
Variance	148,2854	0,4281	0,7798

Variabel	Koefisien regresi	Standart Error	Sig T.
Return Dev.Pay Out Ratio	0,1206		
R Square 0,1207			
Adjusted R Square 0,0173			
F.Test 1,1674			
Signifikan F 0,3424			
**signifikan level ($\alpha = 0,1$)			

Sumber: data diolah

Berdasarkan data hasil regresi pada tabel 9, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$HP07 = 1,6357 + 8,2300 \text{ Spread}07 + 0,0964 \text{ Mrk Val}07 - 148,2854 \text{ Var Ret}07 + 0,1205 \text{ Dev}07 + \varepsilon$$

Pembahasan

Pengujian Hipotesa Pertama

Untuk membuktikan hipotesa pertama yaitu “ Diduga *bid-ask spread*, *market value*, *variance return* dan *dividend pay out ratio* secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap holding period saham biasa pada perusahaan *go public* yang tercatat dalam index LQ45 ” dengan menggunakan criteria signifikansi 10%. Hal ini berarti variabel-variabel *bid-ask spread*, *market value*, *variance return* dan *dividend pay out ratio* secara simultan atau bersama-sama tidak mempunyai pengaruh terhadap *holding period* saham biasa. Dengan demikian hipotesa pertama ditolak.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya, diduga disebabkan adanya beberapa variabel yang mempunyai pengaruh sangat kecil pada variabel dependen sehingga untuk pengaruh secara bersama-sama akan menghasilkan nilai yang tidak signifikan. Pada tabel 9 terlihat koefisien untuk variabel *market value* sebesar 0,0964 dengan nilai signifikan T 0,4765 dan variabel *dividend pay out ratio* dengan nilai koefisien 0,1206 dengan nilai signifikan T sebesar 0,7798, nilai penyimpangan kedua variabel sangat besar sehingga akan berpengaruh pada nilai signifikan F yang menunjukkan seberapa besar variabel independen menjelaskan variabel dependen.

Dari hasil uji Secara parsial untuk masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Koefisien regresi untuk *spread* adalah positif 8,23. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa investor dengan *holding period* relative panjang akan mengharap *Spread* yang besar pula. Sedangkan tanda positif ini menunjukkan apabila *Spread* naik 1 satuan akan mengakibatkan naiknya *holding period* (masa kepemilikan) atas saham biasa sebesar 8,32 satuan, variabel yang lain dianggap konstan. Jika dilihat dari angka signifikan T diperoleh angka 0,0952 yang menunjukkan peluang kesalahan yang mungkin

angka ini lebih kecil dari alpha 10% berarti secara statistic *spread* mempunyai pengaruh positif signifikan dalam menentukan lamanya kepemilikan saham biasa oleh investor, sehingga H_1 diterima atau menolak H_0 .

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Amihud dan Mendelson(1986), Atkin dan Dyl (1997), Lenny dan Indriantoro (1999) bahwa *holding period* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap besarnya *spread* saham biasa, yang berarti besarnya biaya transaksi, biaya kepemilikan dan biaya asimetri informasi merupakan salah satu factor yang digunakan dalam pengambilan keputusan tentang panjang/pendeknya investor memegang suatu *Financial Asset* di Bursa Efek Indonesia.

2. Dari hasil analisis regresi diperoleh koefisien *market value* sebesar 0,0964 dengan tanda positif, artinya jika variabel yang lain dianggap tetap maka setiap ada kenaikan *market value* 1 satuan maka akan diikuti dengan pertambahan masa kepemilikan pada saham biasa sebesar 0,0964 satuan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai menanamkan sahamnya pada perusahaan relatif besar karena diduga mempunyai resiko yang lebih kecil serta mempunyai akses lebih besar ke pasar modal dari pada perusahaan kecil (Jogianto, 1998.) Jika dilihat dari angka signifikan T sebesar 0,5359 dengan alpha 10%, maka $T \text{ sig} > \alpha$, sehingga H_0 diterima atau menolak H_1 . Dengan demikian secara statistic *market value* mempunyai pengaruh positif terhadap *holding period* tetapi tidak signifikan pada tingkat 10%.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya pada Bursa Efek Jakarta oleh Lenny dan Indriantoro (1999) bahwa *market value* yang merupakan cerminan besarnya perusahaan adalah factor yang paling berpengaruh terhadap keputusan investor dalam memegang saham biasa.

3. Dari hasil analisis ditemukan bahwa koefisien regresi *variance return* adalah sebesar -148,2854 yang artinya *variance return* berpengaruh terhadap lamanya kepemilikan saham biasa sebesar -148,2854 satuan dengan kata lain apabila ada kenaikan tingkat resiko sebesar 1 satuan maka akan menyebabkan menurunnya *holding period* sebesar 148,2854 satuan. Berdasarkan hasil uji T diperoleh angka signifikan $0,0711 < \alpha$ 10%. Sehingga secara statistic *variance return* mempunyai hubungan negative signifikan terhadap lamanya saham biasa, maka H_1 diterima atau H_0 ditolak.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian-penelitian terdahulu, antara lain Atkin dan Dyl (1997). *Variance Return* menunjukkan Variabilitas *return* diseperti *return* normal yang diakibatkan adanya volatinitas saham, semakin tinggi *variance return* menunjukkan semakin berfariasinya *return* harian yang diperoleh investor sehingga hal ini menunjukkan ketidak pastian pasar (resiko) yang tinggi, semakin tinggi tingkat resiko suatu saham maka investor akan memegang saham tersebut relatif lebih pendek dan sebaliknya semakin rendah tingkat resiko investor akan memegang saham tersebut relatif panjang.

4. Koefisien regresi *dividend pay out ratio* yang ditemukan sebesar 0,1206 dengan tanda positif. Hal ini berarti setiap kenaikan *dividend pay out ratio* sebesar 1 satuan akan berdampak pada kenaikan atau lamanya kepemilikan saham oleh investor sebesar 0,1206 satuan. Jika dilihat dari uji T diperoleh

nilai signifikan T sebesar 0,7798 lebih besar dari alpha 10%, yang berarti secara statistik *devedend pay out ratio* mempunyai hubungan positif dengan *holding period* saham biasa tetapi tidak signifikan pada taraf 10%, maka hipotesa ditolak.

Hubungan yang tidak signifikan antara *holding period* dengan *dividend pay out ratio* ini terjadi, diduga karena banyaknya perusahaan sampel yang tidak mampu membayar deviden pada tahun 2007 sehingga menjadikan variabel bebas ini (*deviden pay out ratio*) tidak mampu menjelaskan variabel terikatnya (*holding period*). Alasan lain yang mungkin adalah investor tidak merespon positif pembayaran deviden yang dilakukan oleh perusahaan karena investor lebih menyukai *capital gain* atas saham daripada deviden (Mutmainah, 1999).

5.3.2 Pembuktian Hipotesa kedua

Untuk membuktikan hipotesa kedua yaitu “*market value* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa pada perusahaan *go public* yang tercatat dalam indeks LQ45” dengan menggunakan kriteria 10%. Untuk mengetahui variabel bebas yang berpengaruh terhadap variabel terikat dilihat dari nilai beta tertinggi. Berdasarkan hasil analisis *two stage least squares* pada lampiran 6, variabel *variance return* mempunyai nilai beta tertinggi sebesar 0,3491 sehingga H_0 diterima atau H_1 ditolak.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta oleh Lenny dan Indriantoro (1999) bahwa *market value* merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa. Dari hasil analisis variabel *market value* tidak berpengaruh signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa. Hal ini disebabkan karena perbedaan kondisi yang terjadi. Penelitian yang dilakukan Lenny dan Indriantoro (1999) dilakukan pada saat Indonesia belum mengalami krisis ekonomi sehingga investor dalam mengambil keputusan tentang lamanya kepemilikan atas saham biasa lebih menyukai perusahaan-perusahaan yang relative besar karena dianggap mampu mendekatkan pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi. Atau dengan kata lain investor akan menahan sahamnya relative lama pada perusahaan-perusahaan yang mempunyai nilai pasar baik karena perusahaan yang besar dianggap mempunyai kestabilan yang tinggi.

Sedangkan pada kondisi krisis investor lebih condong untuk menahan kepemilikan atas sahamnya relatif pendek untuk menghindari resiko yang lebih besar yang diakibatkan oleh fluktuasi harga saham dan besarnya biaya yang harus ditanggung, baik biaya transaksi, biaya kepemilikan dan biaya asimetri informasi. Besarnya nilai *market value* tidak selalu mencerminkan bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik tetapi sebaliknya besarnya *market value* yang diakibatkan penambahan jumlah saham yang beredar bisa menjadi sinyal negative bahwa perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Interpretasi Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur proporsi total variasi dependen variabel yang dijelaskan oleh independen variabel. Jika nilai koefisien determinasi (R^2) semakin mendekati angka 1, maka variabel independen

secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang kuat dalam menjelaskan variabel dependen. Sedangkan bila R Square mendekati 0 maka variabel independen semakin lemah dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen.

Dari hasil analisis regresi diperoleh nilai R Square sebesar 12,076% yang berarti secara bersama-sama variabel bebas (*Speread, Market Value, Variance Return* dan *Devidend Pay Out Ratio*) mampu menjelaskan variabel terikat (*Holding Period*) sebesar 12,076% sedangkan sisanya sebesar 87,9240 dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terliput dalam model ini. Berdasarkan uji F diperoleh nilai signifikan F sebesar 0,3424 lebih besar dari alpha 10%. Sehingga secara statistik variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 12,076% tetapi tidak signifikan pada taraf 10%.

Terjadinya *misclassifikantion* diduga oleh beberapa kemungkinan antara lain:

- Periode penelitian tahun 2006-2007, dimana pada tahun tersebut krisis ekonomi di Indonesia masih terjadi, sehingga secara bersama-sama variabel independen tidak dapat dijadikan sebagai pedoman pengambilan keputusan oleh investor untuk memegang saham biasa dalam jangka waktu panjang /pendek. Hal ini disebabkan investor cenderung hanya berfikir tentang resiko yang akan ditanggung dari kegiatan investasinya baik berupa resiko daya beli, resiko bisnis, resiko tingkat bunga, resiko pasar dan resiko likuiditas sehingga mengabaikan variabel lain. Ini terlihat dari hasil analisis yang menghasilkan *variance return* sebagai variabel yang berpengaruh yang merupakan ukuran tingkat resiko yang diakibatkan fluktuasi harga saham.
- Perilaku investor di Indonesia yang cenderung untuk memegang saham dalam jangka pendek yaitu bertindak sebagai *spilkulan* sehingga jenis investor seperti ini hanya melihat fluktuasi harga saham guna mendapat *gain* yang optimal. Banyak peneliti yang membuktikan bahwa pasar mengalami likuiditas saham pada saat ada informasi baru yang bersifat positif juga akan mengalami kelesuan jika ada informasi negatif di sekitar *even date*. Mahgianti (2001) dalam penelitiannya membuktikan bahwa terjadi *abnormal return* yang sangat besar sampai lima hari setelah *even date*, pada saat *even date*, dan dua hari setelah *even date*. Dari penelitian diatas dapat diambil kesimpulan sementara bahwa investor di Bursa Efek Jakarta bersifat *profit taking* dari informasi yang beredar sehingga setelah itu harga saham akan terkoreksi kembali.
- Ketidakmatangan pelaku pasar di Bursa Efek Indonesia. Anwar (1999) dalam penelitiannya membuktikan bahwa investor di BEI terlalu *overreaction* terhadap informasi baru. Pada saat ada informasi positif saham akan dinilai terlalu tinggi dan sebaliknya pada saat ada informasi negatif harga saham akan dinilai terlalu rendah. Dalam kenyataannya reaksi investor seperti ini justru menjadi faktor pertimbangan yang lebih penting.

Implikasi Hasil Penelitian

Keputusan investor untuk menahan atau melepas suatu *financial asset* harus mempertimbangkan berbagai macam factor dengan menganalisa baik secara teknikal atau secara fundamental maupun teknikal mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Investor tidak bisa hanya melihat dari perilaku saham itu saja karena factor fundamental baik mikro (pendanaan, investasi,

produksi, pemasaran) maupun makro (faktor politik dan keamanan dalam negeri) sangat berpengaruh terhadap perubahan harga saham yang diakibatkan adanya perubahan kinerja perusahaan. Julhawati (2001), Susilo dan Handoko (2002) membuktikan bahwa secara umum kinerja financial yang ditunjukkan dengan ratio keuangan perusahaan public yang terdaftar di BEJ mengalami penurunan setelah krisis moneter dibandingkan masa krisis moneter terjadi. Sedangkan Subgyo (2000) menyimpulkan bahwa peristiwa politik berpengaruh terhadap *return* saham, yang berarti mempengaruhi volume perdagangan.

Peran pasar modal sebagai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan tetap harus dimaksimalkan apalagi setelah sector perbankan tidak lagi menjalankan fungsi intermediasi dengan normal. Sehingga yang perlu dirubah adalah perilaku investor dalam menginvestasikan dananya. Pada kondisi krisis dimana keadaan bisa berubah sewaktu-waktu dan tidak bisa diprediksi maka investor lebih baik untuk menahan kepemilikan pada saham biasa dalam waktu relatif pendek, hal ini dimaksudkan untuk menghindari resiko yang terjadi akibat fluktuasi harga saham.

Spread yang merupakan selisih harga tertinggi yang bersedia dibayarkan oleh pembeli dengan harga terendah yang bersedia ditawarkan oleh penjual, dapat juga dijadikan dasar pengambilan keputusan tambahan karena saham dengan *spread* relatif kecil akan lebih liquid dibandingkan dengan saham yang mempunyai *spread* besar karena saham dengan *spread* besar akan menjadikan harga saham relatif tinggi juga sebaliknya, dengan demikian investor dapat memperoleh dana dalam waktu yang cepat jika membutuhkan. Studi yang dilakukan Tinic (1972), Benston dan Hagerman (1974), Keim (1989), Atkins dan Dyl (1990) membuktikan bahwa *spread* mempengaruhi frekuensi perdagangan, semakin kecil *spread* akan menyebabkan naiknya frekuensi perdagangan saham tersebut.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan melalui tahap pengumpulan data dan pengolahan data, analisis dan interpretasi hasil analisis mengenai hubungan antar variabel independen dan variabel dependen, maka dihasilkan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Lamanya kepemilikan investor pada saham biasa untuk perusahaan *go public* yang tercatat dalam indeks LQ45 pada tahun 2006-2007 umumnya relative pendek walaupun ada peningkatan dari nilai pasar sahamnya (*market value*), hal ini diduga karena investor menangkap kejadian ini sebagai sinyal negatif perusahaan mengalami kesulitan keuangan guna memperbaiki struktur modalnya.
2. Secara bersama-sama variabel *spread*, *market value*, *varian return* dan *dividend pay out ratio* tidak berpengaruh terhadap *holding period* atau lamanya kepemilikan saham biasa pada perusahaan *go public* yang tercatat dalam indeks LQ45. Sedangkan secara parsial ada dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap lamanya kepemilikan saham biasa yaitu *variance return* dan *spread*. *Variance return* mempunyai hubungan negative signifikan terhadap *holding period*, sedangkan *spread* mempunyai hubungan positif signifikan terhadap *holding period* pada α 10%.

3. Diantara variabel *spread*, *market value*, *variance return* dan *dividend pay out ratio* yang merupakan variabel paling berpengaruh adalah *variance return* yang merupakan cerminan dari tingkat resiko akibat fluktuasi harga saham.
4. Di Bursa Efek Indonesia, factor psikologis investor diduga merupakan factor yang paling banyak menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan tentang menahan atau melepas suatu saham biasa.

Saran-Saran

1. Bagi Investor

Dengan adanya hasil penelitian ini maka disarankan kepada investor, bahwa dalam mengambil keputusan tentang lamanya memegang/menahan suatu saham biasa di Bursa Efek Indonesia terutama perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ45 hendaknya melakukan analisis baik secara teknikal maupun fundamental. Pada keadaan kondisi ekonomi yang sulit keputusan untuk menahan kepemilikan terhadap saham biasa harus sangat hati-hati karena factor resiko akan lebih dominan. Hal ini bisa tercermin dengan banyaknya perusahaan yang tidak dapat membayar deviden kepada pemegang sahamnya. Alternatif yang bisa digunakan dalam pengambilan keputusan adalah dengan kepemilikan jangka pendek yaitu dengan melihat saham yang mempunyai *spread* kecil karena investor tidak menanggung biaya yang terlalu besar. Besarnya nilai pasar saham (*market value*) tidak dapat dijadikan sebagai ukuran bahwa perusahaan mempunyai kondisi keuangan yang stabil dan dapat memperpendek jarak antara pengharapan investor dengan yang sebesarnya terjadi karena kenaikan nilai *market value* dapat terjadi karena perusahaan menerbitkan saham baru yang tujuannya memenuhi kebutuhan pendanaan yang disebabkan kesulitan keuangan.

2. Bagi Peneliti Berikutnya

- Model *two stages least square* ini cukup akurat untuk penelitian ini, tetapi belum tentu untuk sampel yang lain sehingga disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian dengan model yang lain pada sampel yang berbeda dengan menambah variabel yang diduga akan mempengaruhi lamanya investor memegang suatu *financial asset*.
- Untuk penggunaan variabel *dividend pay out ratio* hendaknya dilakukan pengklasifikasian terlebih dahulu terhadap semua perusahaan yang membayar dividen pada periode penelitian sehingga akan didapatkan hasil yang lebih akurat.
- Penelitian ini dilakukan pada saat kondisi di Indonesia belum pulih dari krisis sehingga secara bersama-sama variabel independen tidak mampu menjelaskan variabel dependen secara signifikan maka disarankan untuk peneliti berikutnya untuk meneliti pada kondisi normal dengan periode penelitian lebih panjang, minimal 5 tahun guna mendapatkan hasil yang lebih valid.
- Faktor lain yang diduga mempengaruhi keputusan melepas/menahan suatu sekuritas adalah factor struktur kepemilikan saham sehingga untuk peneliti selanjutnya hendaknya memasukkan variabel tersebut dengan membuat formula yang tepat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ady, Sri Utami. 2000. *Analisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap spread harga saham pada industri manufaktur di BEJ*, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Aitken, Michael dan Alex Frino. 1996. The determinant of market bid-ask on the australian stock exchange: cross sectional analysis, *Journal of Accounting and Finance*, 36, May, 51-64.
- Akhigbe, Aigbe dan Jeff Madura. 1996. Dividend policy and corporate performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, Desember, 1267-1287.
- Amihud, Yakov, dan Haim Mendelson. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, No. 17, p. 223-249.
- Atkins, Allens B. dan Edward A Dyl. 1990. Price reversals, bid-ask spread and market efficiency, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 25, 535-547.
- 1997. Market structure and rerted trading volume: Nasdaq versus the NYSE, *Journal of Finance Research*, Vol. XX, No. 3, p. 291-304.
- 1997. Transaction cost and holding period for common stock, *Journal of Finance*, Vol. III, No. 1, p. 309-320.
- Benston, George J. dan Robert L. Hagerman. 1974. Determinants of the bid-ask spread in the over-the-counter market, *Journal of Financial Economics*, 12, p. 129-156.
- Branch, Ben dan Walter Freed. 1977. Bid-ask spread on the AMEX and the big broad, *Journal of Finance*, 32, p. 159-164.
- Brigham, Eugene, F. dan L.C. Gapenski. 1991. *Financial Management, Theory and Practice*, Sixth Edition, The Dryden Press International Edition.
- 1993. *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, The Dryden Press.
- Chiang, Raymond dan P.C. Venkatesh. 1988. Insider holding and perception of asymetry information: a note, *Journal of Finance*, 43, September, 1041-1048.
- Chung , Shifei dan Wei Peihwang. 2005. The Relationship between bid-ask spreads and holding periods, *Global Finance Journal* 15, 239-249.
- Demsetz, Harold. 1968. The cost of transacting, *Quarterly Journal of Economics*, No. 82, p. 33-53.
- Downes, John dan J.E. Goodman. 2001. *Kamus Istilah Keuangan dan Investasi*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.

- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*, Terjemahan, Jilid 1, 2, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Fatmawati dan Asri. 1999. Pengaruh stock split terhadap likuiditas saham yang diukur dengan besarnya bid-ask spread di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 4, 93-110.
- Gordon, Myron J. 1962. Optimal investment and financial policy, *Journal of Finance*, May, 164-272.
- Gujarati, Damodar. 1995. *Basic Econometrics*, Edisi Ketiga, McGraw Hill, Singapura.
- *Ekonometrika Dasar*, Terjemahan, Sumarno Zain, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Hamilton, James L. 1976. Competition, scale economics and transaction cost in the stock market, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, No. 9, p. 779-802.
- Hampton, John J. 1989. *Financial Decision Making, Concept, Problem and Cases*, Fourth Edition, Prentice-Hall International Edition.
- Howe, John S. dan Ji-Chai Lin. 1992. Dividend policy and the bid-ask spread: An empirical analysis, *Journal of Financial Research*, Vol XV, Spring, 1-10.
- Husnan, Suad. 1995. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Jennings, Robert. 1994. Intraday changes in target firm' share price and bid-ask quotes around takeover announcement, *Journal of Finance Research*, Vol. XVII, No. 2, p. 255-270.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 1998. *Investments*, Edisi Keenam, Penerbit John Willey & Sons, Inc, Toronto, Singapore.
- Kaldec, G.B. dan J.J. McConnell. 1994. The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: Evidence from exchange listings, *Journal of Finance*, 49, p. 611-36.
- Keim, Donald B. 1989. Trading patterns, bid-ask spread, and estimated security return: The case of common stock at calendar turning point, *Journal of Financial Economics*, 25, p. 75-98.
- Kramer, Charles. 1998. Noise trading, transaction cost, and the relationship of stock return and trading, *International Review of Economics and Finance*, p. 343-362.
- Lenny dan N. Indriantoro. 1999. Analisa pengaruh transaction cost terhadap lamanya holding period saham biasa, *Journal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 1, No. 3, p. 209-220.

- Marsh, Terry dan Kevin Rock. 1986. Exchange listing and liquidity: A comparison of the American stock exchange with the Nasdaq national market system, American stock exchange transaction data research project, No. 2, January.
- Miller, Merton H. dan F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of share, *Journal of Business*, Oktober, 411-433.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. 1985. Dividend policy under asymmetry information, *Journal of Finance*, 40, September, 1031-51.
- Mitra, Devashis dan Muhammad Rasyid. 1997. The information content of dividend initiation and firm size: an analysis using bid-ask spread, *The Financial Review*, Vol 32, No. 2, May, 309-329.
- Riyanto, Bambang. 1996. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Siamat, Dahlan. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*, Penerbit FE UI, Jakarta.
- Stern, Joel M. dan D.H. Chew Jr. 1992. *The Resolution in Corporate Finance*, Second Edition, Black Well Finance.
- Stoll, Hans R. 1978. The pricing of security dealer services: An empirical study of Nasdaq stock, *Journal of Financial*, No. 33, p. 1153-1172.
- 1989. Inferring the components of the bid-ask spread : theory and empirical tests, *Journal of Finance*, 44, March, 115-134.
- Stoll, Hans R. dan Robert Whaley. 1983. Transaction cost and the small firm effect, *Journal of Financial Economics*, No. 12, p. 57-80.
- Subali. 2001. *Analisis pengaruh bid-ask spread, market value dan risk of return terhadap holding period saham biasa*, Skripsi, Universitas Merdeka, Malang.
- Sugeng, Bambang. 2000. *Pengaruh stabilitas dividen terhadap kinerja portofolio saham di Bursa Efek Jakarta*, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Suharsono, Judi. 1999. *Pengaruh kualitas informasi pasar modal terhadap keputusan pembelian saham di kalangan investor lokal pada Galery bursa di Kotamadya Malang*, Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Tinic, Seha M. 1972. The economics of liquidity services, *Quarterly Journal of Economics*, No. 86, p. 70-83.
- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.
- Widoatmojo, Sawiji. 1997. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*, Bisnis Indonesia, Jakarta.
- Yulianti, Sri Handayani, Handoyo Prasetyo, dkk. 1996. *Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi*, Andi, Yogyakarta.